

Szanowni Czytelnicy,

Przedświąteczna gorączka przybiera na sile, ale i rynki kapitałowe nie odpoczywają, obfitując w wydarzenia, obok których nie można przejść obojętnie. Za nami amerykańskie wybory - jak ich wynik wpłynie na dalsze losy światowej gospodarki, co z klifem fiskalnym w USA? Co czeka nas w kolejnym roku? Na te i inne pytania, jak co miesiąc odpowiadają eksperci rynków kapitałowych...

Zachęcamy do lektury

i życzymy Państwu wesołych Świąt i spełnienia w Nowym Roku!

Analiza problemu klifu fiskalnego w USA i jego wpływu na rynki kapitałowe.

W ostatnich latach świat zmagają się, z jednej strony, z problematyką nadmiernego zadłużenia i koniecznością jego ograniczenia, z drugiej strony, z poważnym spowolnieniem gospodarczym i koniecznością stymulacji wzrostu gospodarczego. Analiza problemu klifu fiskalnego i jego wpływu na rynki kapitałowe doskonale wpisuje się w ten schemat.

Z końcem roku wygaśnie szereg inicjatyw wspierających gospodarkę amerykańską na przestrzeni ostatnich lat. Podwyższone zostaną obciążenia podatkowe dotyczące wy-

nagrodzeń pracowników, wzrosną podatki, skurczą się inwestycje rządowe, przestaną obowiązywać programy pomocowe (np. wsparcie dla bezrobotnych, opieka zdrowotna). Podniesienie podatków i cięcia w wydatkach publicznych (klif fiskalny) to negatywny wpływ na gospodarkę o wartości ponad 600 mld USD, co stanowi ok. 4% PKB USA (Tabela nr 1).

Utrzymanie status quo (scenariusz negatywny), czyli zgoda demokratów i republikanów na faktyczne wygaszenie ww. programów,

Tabela nr 1

	Fiscal 2013
Bush era tax cuts, AMT patch	\$221
Payroll tax holiday	95
Health Care Taxes	18
Other Expiring tax provisions	65
Budget Control Act (sequester)	65
Emergency Unemployment Benefits	26
Reduction in Medicare payment rates (Doc Fix)	11
Other changes in revenues and spending	105
Totals	\$606

Źródło: Macroeconomics Advisers and Citi Research,

W numerze:

- wpływ klifu fiskalnego w USA na rynki kapitałowe wyjaśnia Paweł Małyśka z TFI Allianz Polska S.A.,
- jaki będzie 2013 rok stara się przewidzieć Sebastian Buczek z QUERCUS TFI S.A.,
- o funduszach obligacyjnych mówi Tomasz Bartnicki z Amplico TFI S.A.,
- z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Krajobraz powyborczy,
- jaki fundusz wybrać podpowiada Paweł Mielcarek, Analityk Domu Inwestycyjnego Xelion.

Tabela nr 2

Fiscal cliff: J.P. Morgan modal forecast

Measure	\$ bn	Assumed multiplier	Share realized	Drag as % of GDP
Sunsetting of Bush tax cuts	309	0.75	0.00	0.0
Expiration of payroll tax holiday	125	0.75	1.00	0.6
Emergency unemployment benefits	40	0.90	0.33	0.1
Budget control act spending cuts	98	1.00	0.50	0.3
Total	572			1.0

Źródło: J.P. Morgan

doprowadziłoby do „tąpnięcia” gospodarki USA w 2013 roku. Oczywiście, miałyby to pozytywny wpływ na deficyt budżetowy i redukcję zadłużenia. Niemniej, sam fakt wejścia w recesję gospodarczą kraju (spadek PKB rządu 1-2% w 2013 roku) miałby fatalny skutek dla rynków kapitałowych. **Myślę, że świadomość ww. zależności znana jest wszystkim politykom w USA, dlatego należy założyć mniej drastyczny scenariusz (zakładający ograniczenie tylko części z obowiązujących obecnie inicjatyw** (Tabela 2).

Obecnie oba obozy polityczne wskazują na możliwość porozumienia. Warto pod-

kreślić, że decyzje leżące u podstaw problemu klifu fiskalnego były już przedmiotem negocjacji pod koniec 2010 roku. To, co udało się osiągnąć w tamtym czasie, to gra na czas i odłożenie trudnych decyzji o kolejne 2 lata, do 2012 roku. Negocjacje pomiędzy republikanami i demokratami prowadzone w tamtym czasie pokazały różnice zdań dotyczące zwłaszcza zasad opodatkowania lepiej i mniej zarabiających. Obecnie jesteśmy ponownie w punkcie wyjścia. Rozbieżności celów w dalszym ciągu istnieją i dlatego zakładam, że negocjacje nie zakończą się szybko i trwać będą zapewne do końca roku – porozumienie zostanie

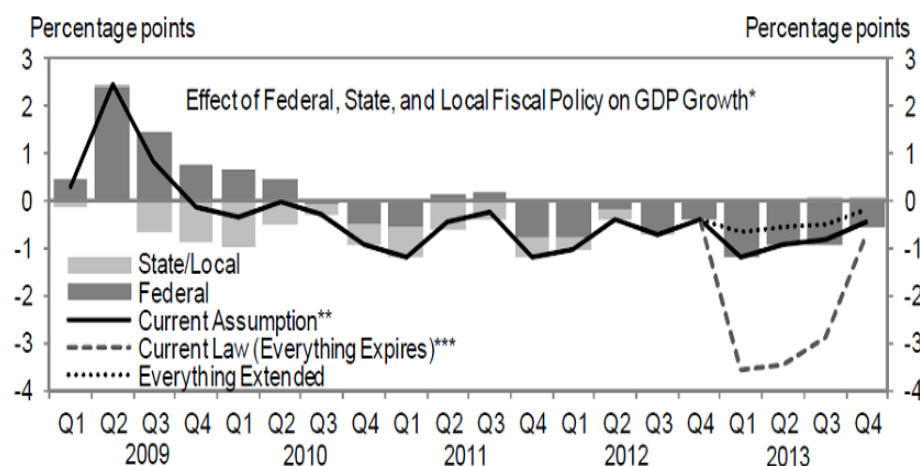
osiągnięte na zasadzie „last minute”. Co istotne, nie wiemy, jaki będzie jego ostateczny kształt. **Wprowadzać to może nerwowość na rynkach kapitałowych i dość gwałtowne zmiany indeksów (zarówno wzrostowe jak i spadkowe) w zależności od słownych interwencji prezydenta i przedstawicieli obu obozów politycznych.**

Perspektywa wystąpienia klifu fiskalnego ma już, w ograniczonym stopniu, swój negatywny wpływ na gospodarkę amerykańską. Według ankiety przeprowadzonej kilka tygodni temu wśród 120 spółek z USA i UE, 38% z nich albo całkowicie zrezygnowało z nowych inwestycji na tamtejszym rynku, albo je odłożyło w czasie, czekając na ostateczny kształt klifu. Co ciekawe, w okresie kulminacji kryzysu strefy euro, wyniki podobnej ankiety były porównywalne. Wskazuje to na ogromną wagę przykładaną do skali obecnego problemu. **Można założyć zatem, że spadki indeksów amerykańskich w okresie wrzesień-listopad br. to nie tylko efekt „niedowiedzionych” wyników kwartalnych przez spółki, ale również obaw związanych z perspektywami gospodarki amerykańskiej w 2013 roku.**

Wracając do analizy mniej drastycznego scenariusza, obecny konsensus rynkowy zakłada przede wszystkim wzrost obciążeń podatkowych związanych z funduszem płac oraz prawdopodobny wzrost podatków dla osób zarabiających powyżej 250 tys. USD rocznie. Spowoduje to spadek dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych o ok. 125 mld, czyli o blisko 0,9%. Zakładając, że ok. 75% z tej kwoty przełoży się na spadek konsumpcji, gospodarka amerykańska tylko z tego tytułu skurczy się o 0,6%. Najbardziej poszkodowane w takim scenariuszu będą spółki oferujące szeroko rozumiane dobra konsumpcyjne (odzież, RTV i AGD, samochody, meble, wyścizki). Ucierpią również banki. Sporo wskazuje również na możliwość ograniczenia wydatków rządowych (w tym na obronność) w 2013 roku w porównaniu do 2012 do ok. 100 mld USD, tj. do

Wykres nr 1

Exhibit 3: The base case and the worst case



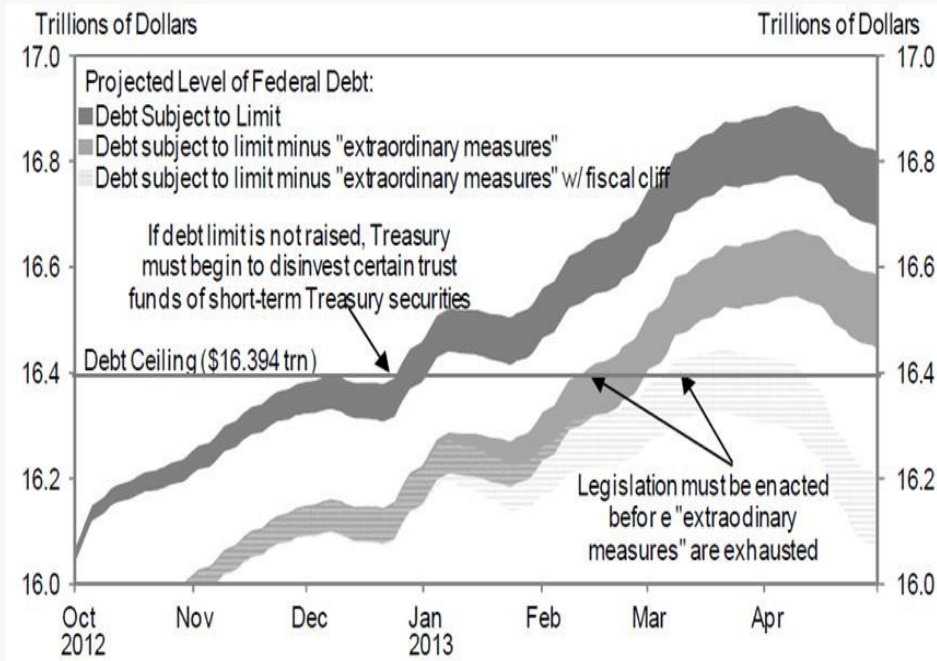
* Annualized; excludes second round effects.

** Current assumption: Payroll tax cut expires after 2012; jobless benefits phased down to a max. of 59 weeks; income tax cuts extended through 2013; automatic spending cuts do not take effect.

*** Current law: Payroll tax cut, 2001/2003 tax cuts, and jobless benefits to expire after 2012, "sequester" spending cuts and the new 3.8% tax on certain passive income take effect Jan. 2013.

Źródło: Goldman Sachs

Wykres nr 2



Źródło: Goldman Sachs

0,7%. Reasumując, rynki kapitałowe zaczynają powoli dyskutować negatywny wpływ klifu fiskalnego na poziomie 1 -1,5% PKB.

Kumulacja złych informacji będzie miała odzwierciedlenie przede wszystkim w danych dotyczących IQ 2013 roku (dane publikowane w kwietniu) i będzie wytracać impet w kolejnych kwartałach (Wykres 2).

Ostateczne decyzje skutkujące ograniczeniem PKB na poziomie więcej

niż 1,5% zostaną źle odebrane przez rynki akcyjne, czemu towarzyszyć będą spadki w pierwszych tygodniach przyszłego roku. Z kolei rozstrzygnięcia, których efektem będzie spadek PKB o mniej niż 1% będą pozytywnie odebrane przez inwestorów.

Jest możliwy jeszcze jeden scenariusz wydarzeń, czyli przeciągnięcie negocjacji na pierwsze miesiące przyszłego roku. Nawet z zastrzeżeniem, że wszystkie uzgodnienia będą obowiązywać od po-

czątku 2013 roku, wskazany scenariusz uwypuklił narastanie rozbieżności pomiędzy demokratami i republikanami i wpłynie na przecenę na rynkach akcyjnych.

Jak wspominałem na początku artykułu, obecna sytuacja w USA to nie tylko zmagania o wzrost gospodarczy, ale również walka z nadmiernym zadłużeniem. Stymulowanie amerykańskiej gospodarki przez ostatnie lata prowadzi do szybkiego przyrostu zadłużenia i wszystko wskazuje na to, że na przełomie roku zadłużenie federalne USA osiągnie limit ustalony w aktach wykonawczych do konstytucji, czyli 16,4 biliona USD. Negocjacje pomiędzy demokratami i republikanami będą miały zatem drugi wymiar związany z podwyższeniem po raz kolejny limitu zadłużenia, co nastąpi w lutym roku.

Paweł Małyska

Zarządzający Allianz Akcji Plus, Allianz Akcji Małych i Średnich Spółek i Allianz Selektywny

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

Jaki będzie rok 2013?

Oczywiście możemy się postraszyć i zacząć od tego, jak jest ciężko, by nie rzec beznadziejnie, jak to kryzys się rozlewa na wszystkie obszary naszego życia i że w ogóle perspektyw na poprawę nie ma żadnych. Możemy postraszyć się fiscal cliff w USA, hard landing w Chinach czy w końcu okropną sytuacją na południu Europy.

Ale cóż, żyć trzeba dalej i lepiej poszukiwać jasnych stron tego życia, aby było

ono bardziej przyjemne. Jeśli popatrzymy na najważniejszy rynek akcji na świecie – nowojorską giełdę, to faktycznie można poczuć się nieco lepiej.

Na tamtejszej giełdzie od trzech i pół roku trwa... hoss! Czy ktoś o tym słyszał?! Trzy i pół roku wzrostów, a my ciągle jesteśmy bombardowani informacjami, że jesteśmy o krok od Armagedonu!

Oczywiście wszyscy zadają sobie pytanie – co dalej? Jakie są możliwe dalsze scenariusze rozwoju wydarzeń na rynkach finansowych? Jak zawsze można założyć co najmniej trzy: pesymistyczny, optymistyczny i bazowy. Prozę mi wybaczyć pewien skrót myślowy, ale skupię się na najbardziej prawdopodobnym, czyli scenariuszu bazowym. Co w nim zakładamy? Poprawę. Może bez szaleństw, bo problemów strefy euro nie

Ale rynek akcji w USA pokazuje, że wcale nie jest aż tak źle, jak nam się wydaje....



Model Polskie PKB a WIG - Wniosek: historycznie opłacało się kupować akcje w dołkach cyklu gospodarczego



rozwiąże się w jeden sezon, ale staramy się myśleć pozytywnie. W ostatnich latach świat poradził sobie z wieloma wyzwaniami. Nie inaczej powinno być i tym razem. Dodatkowo wyobraźnię rozbudza ogromna masa gotówki, która przelewa się przez rynki finansowe i rekordowo

niski poziom stóp procentowych, który aż korci do powstawania różnych baniek spekulacyjnych.

gospodarce pojawiają się symptomy poprawy.

A dla niedowiarków, już na sam koniec, mamy taki piękny wykres – kiedy opłacało się kupować akcje na GPW w Warszawie. Obserwujemy ten model od kilkunastu lat. Konkluzje narzucają się same – przynajmniej w ujęciu historycznym było tak, że w momencie, kiedy nasza gospodarka działa na najwolniejszych obrotach, trzeba było kupować akcje.

Jak długo je później trzymać? Do momentu, kiedy gospodarka rozpędzi się i kiedy będzie się znowu wydawać, że przed nami świetlana przyszłość!

Świat - scenariusz bazowy

Zakładamy, że amerykańscy decydenci politycznie nie są samobójcami - problem *fiscal cliff* prędzej lub później zostanie zatem rozwiązany.

W przypadku wystąpienia jakichkolwiek negatywnych zdarzeń (np. konieczność opuszczenia strefy euro przez Grecję) banki centralne są przygotowane do zapewnienia płynności.

Powolne ożywienia w globalnej gospodarce powinno być kontynuowane.

Możliwe są nawet lokalne bąble spekulacyjne (np. rynek nieruchomości w Szwajcarii, Niemczech) - efekt bardzo niskich stóp procentowych.

Surowce wcale nie muszą być liderami hossy.

Żeby nie było tak różowo - reform brak.

Polska

Obniżka stóp procentowych przez RPP od XI 2012 r. łącznie o 1 pkt. Proc. > najpóźniej za 6 miesięcy Polacy zaczną rozglądać się, gdzie lokować pieniądze.

Dołek w polskiej gospodarce w 1H13 = koniec hossy na rynku obligacji skarbowych.

Góra wolnej gotówki do inwestowania przez OFE i inwestorów indywidualnych.

Co z Polską? Też bez tragedii, chociaż nasza gospodarka będzie jeszcze zwalniać w I połowie roku. RPP będzie ciąć stopy, oprocentowanie depozytów spadnie, a hossa na obligacjach skończy się. Wszyscy zostaną z górą gotówki, z którą coś będzie trzeba robić. Akcje wydają się zatem naturalnym wyborem. Grunt, aby pojawiły się pierwsze symptomy, że faktycznie w globalnej i polskiej

Sebastian Buczek

Prezes Zarządu

QUERCUS Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Autor jest także profesorem nadzwyczajnym w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.

Cykl obniżek stóp procentowych w Polsce a fundusze obligacji. Która grupa funduszy bezpiecznych jawi się dziś jako najbardziej atrakcyjna?

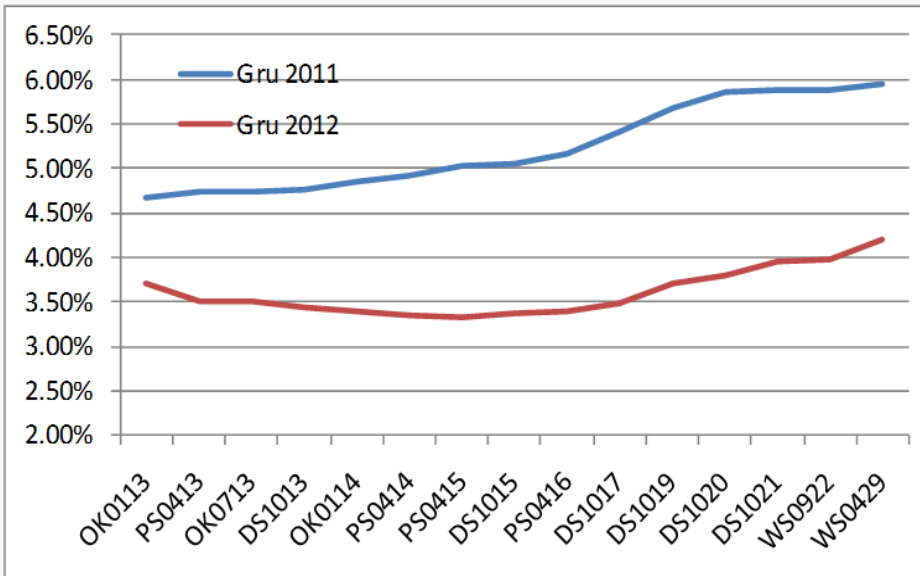
Rok 2012 to bez wątpienia rok obligacji skarbowych i funduszy inwestujących w ten segment rynku. Stopy zwrotu z funduszy obligacji skarbowych rok 2012 zamkną się wynikami dwucyfrowymi. Wyniki te są tylko nieznacznie gorsze od

funduszy akcji, które jednak ofertują znacznie wyższe ryzyko inwestycyjne. Co to oznacza dla osób chcących inwestować w powyższe klasy aktywów w przyszłym, 2013 roku?

Rentowności polskich obligacji skarbowych spadły do historycznie niskich poziomów. Wykres nr 1 obrazuje jak przesunęła się krzywa rentowności w 2012 r.

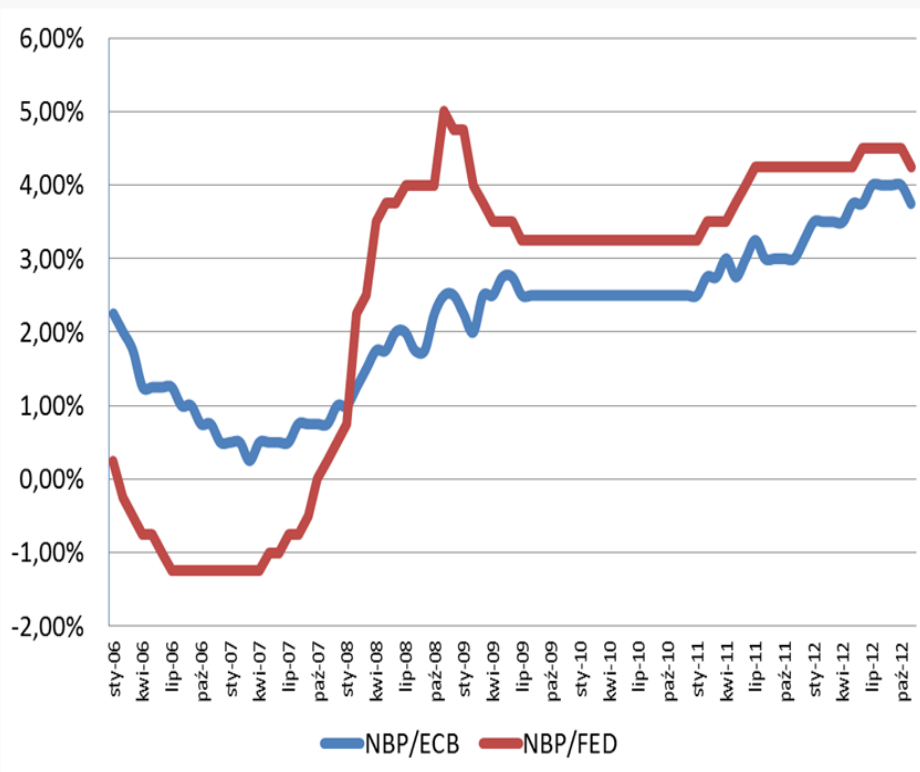
Widać, że krzywa stała się bardziej płaska, a w sektorach obligacji dwu i pięcio-

Wykres nr 1



Źródło: Bloomberg.com

Wykres nr 2



Źródło: Bloomberg.com

letnich nawet odwrócona. Najmocniej spadły rentowności obligacji 10-letnich, bo aż o 200 punktów bazowych z 6 na 4 proc. Hossa na rynku długu spowodowała napływ kolejnych środków do funduszy obligacyjnych. Jednak za hossę od-

powiedzialni są głównie inwestorzy zagraniczni. Ponadprzeciętny napływ środków do funduszy obligacji inwestujących w obligacje krajów tzw. rynków wschodzących, do których Polska wciąż się zalicza, skutkowało obniżeniem się ren-

towności obligacji w krajach całego regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

Oczywiście nie można wykluczyć, że te ruchy na cenach nie spowodują dalszego spadku rentowności. Słabnąca inflacja i anemiczny wzrost PKB wymusił na Radzie Polityki Pieniężnej łagodzenie polityki monetarnej i obniżki stóp procentowych - co powinno nadal wspierać dług (co najmniej w średnim okresie). **Jednak trzeba zdawać sobie sprawę, że przy tym poziomie rentowności, nawet gdyby miało dojść do ich dalszego obniżenia, stopy zwrotu z funduszy obligacji skarbowych w perspektywie kilku lat najprawdopodobniej rozczarują.**

Nie znaczy to, że dla rynku długu okazje inwestycyjne się skończyły. **Nadal można uzyskać dodatkowe stopy zwrotu, ale z obligacji denominowanych w walutach bazowych. Mowa oczywiście o euroobligacjach (skarbowych i korporacyjnych), które są kwotowane w EUR i USD.** Oprócz tego, że oferują atrakcyjne rentowności, to jeszcze możemy poprawić ostateczną stopę zwrotu dzięki wyeliminowaniu ryzyka kursowego. Po pierwsze, historycznie duża różnica w poziomie stopy procentowej pomiędzy Polską a strefą EUR czy USA powoduje, że można uzyskać dodatkową rentowność, wykorzystując transakcję zabezpieczenia walutowego typu fx swap (czyli zakup i sprzedaż waluty na termin). Wykres nr 2 ilustruje, jak na przestrzeni kilku ostatnich lat kształtowała się różnica w stopach pomiędzy PLN (NBP), a EUR(ECB) i USD(FED).

Obecne różnice w stopach procentowych w PLN a EUR i USD są bardzo wysokie. I mimo że różnica między stopami na skutek obniżek stóp procentowych w ciągu najbliższych kilku kwartałów będzie się zmniejszać, to w perspektywie kilku lat nie powinna być mniejsza niż 2 proc. (obecnie wynosi to 3,5 proc.) Spowolnienie gospodarcze w strefie EUR oznacza niskie stopy w dłuższym terminie (obecnie jest to 0,75 proc). Natomiast zgodnie z zapowiedziami FED

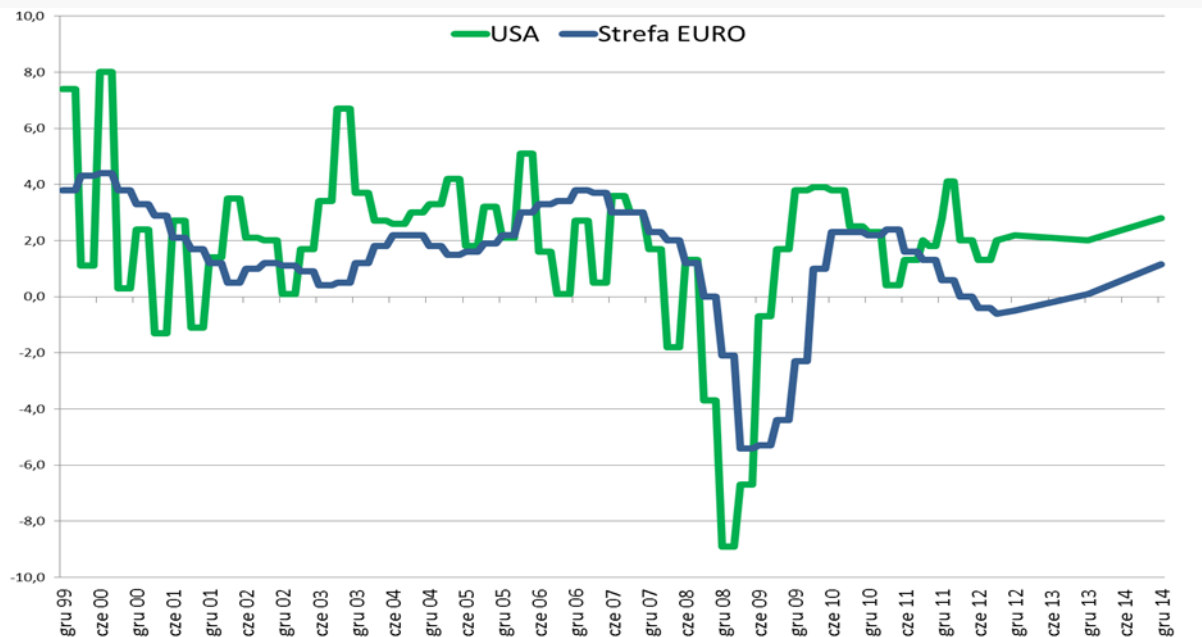
niskie stopy (0,25 proc.) zostaną utrzymane do 2015 roku.

Wykres nr 3 ilustruje wzrost PKB w strefie EUR i USA plus prognozy MFW na najbliższe dwa lata. Widać, że strefa EUR znajduje się w łagodnej recesji. Natomiast w dłuższej perspektywie zarówno w strefie EUR jak i USA będziemy mieli do czynienia z powolnym wzrostem, który nie zapowiada gwałtownej zmiany polityki banków centralnych, co do wysokości stóp procentowych.

Nie bez znaczenia pozostaje odległa perspektywa przystąpienia Polski do strefy EUR. To otoczenie jest jednak korzystne dla strategii dłużnych, które wykorzystują strategie oparte na euroobligacjach i zabezpieczają te obligacje przed ryzykiem kursowym do PLN.

Wracając do postawionego pytania czy na akcjach i obligacjach będzie można

Wykres nr 3



Źródło: Bloomberg.com

zrobić w kolejnych latach można udzielić następujących odpowiedzi:

1. **akcje historycznie przy tego typu momentach (okres recesji i przejście w stan wzrostu dynamik PKB) dawały najbardziej atrakcyjne stopy zwrotu;** jak pokazywała historia, był to z reguły najlepszy moment do inwestycji w tego rodzaju aktywa;
2. obligacje denominowane w PLN w najbliższych latach oferować będą stosunkowo niskie stopy zwrotu, jednak wypadać będą relatywnie lepiej

od depozytów bankowych; **nato-
miast nadal atrakcyjne stopy zwro-
tu można będzie osiągać na fundu-
szach opartych na euroobliga-
cjach, które zabezpieczają swoje
ryzyko walutowe dzięki dodatniej
różnicy w stopach procentowych
dla PLN i EUR wraz z USD.**

Tomasz Bartnicki

Zarządzający Subfunduszami Dłużnymi
Amplico Towarzystwo Funduszy Inwe-
stycyjnych S.A.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Krajobraz powyborczy



Szczęśliwie jesteśmy po amerykańskich wyborach prezydenta (oraz Izby Reprezentantów i 1/3 Senatu). Wygrał Barack Obama, a indeksy giełdowe na całym świecie uczciły jego wygraną

przeceną. Dziwna to była przecena. Sektor finansowy zasilił kampanię Mitta Romneya trzy razy większymi środkami niż te, które dotarły do zwolenników Baracka Obamy. Na czele listy były Goldman Sachs, JP Morgan i Bank of America. Nie można wykluczyć, że zrobiły po wyborach pokazówkę, jaką była gwałtowna przecena akcji i surowców.

To prawda, że USA stoją teraz przed problemem klifu fiskalnego, który zmniejszyłby ilość pieniędzy w kieszeniach Amerykanów nawet o 600 miliardów dolarów, co doprowadziłoby do recesji w USA oraz do załamania gospodarki globalnej. **Jednak politycy szaleńcami nie będą. Wiedzą, co może się wydarzyć i wiedzą też, że strona, która nie wykaże się ustępliwością na tym bardzo straci.** Poza tym do następnych wybo-

rów do Izby Reprezentantów zostały dwa lata, a do wyborów prezydenckich cztery. Nie ma sensu podkopywanie pozycji Baracka Obamy, bo i tak przecież nie może startować w następnych wyborach.

Dwa tygodnie po wyborach, w poniedziałek, 19.11, komentatorzy amerykańscy upierali się, że to rozmowy prezydenta USA z liderami Kongresu na temat klifu fiskalnego znacznie zwiększyły optymizm na rynkach. Problem w tym, że rozmowy skończyły się w piątek na ponad trzy godziny przed końcem sesji, a reakcja była znikoma. Po prostu wielcy inwestorzy zakończyli budowanie pułapki dla naiwnych graczy.

Pomagało też „bykom” to, co działo się w Europie. Eurogrupa obradowała nad pomocą dla Grecji i grecka operetka na razie się zakończyła. O porozumieniu dużo wiedzieć nie trzeba, bo z tego, że

do 2020 roku zadłużenie Grecji ma zejść do 124 procent PKB, a do 2022 do poniżej 110 procent można się tylko śmiać. Nikt nie wie, co będzie się działo za 10 lat. Najważniejsze jest to, że Grecja dostanie nieco powyżej 34 mld euro do 15 grudnia. Bankructwa oczywiście nie będzie i nie będzie go przynajmniej do wyborów w Niemczech (wrzesień 2013).

W końcu listopada pomagały już bykom czynniki sezonowe - okres przed Czarnym Piątkiem, czyli początkiem sprzedaży świątecznej w USA często sprzyja bykom liczącym na rozpoczęcie rajdu św. Mikołaja. Czy mamy pewność, że koniec roku będzie dla byków korzystny? **Pewności nigdy nie ma, bo zawsze może wypłynąć jakiś „czarny łabędź” i zepsuć nastroje.** Wydaje się jednak, że wszystko teraz zależy od tego, czy zarządzający w dużych bankach inwestycyjnych będą chcieli podnieść jeszcze indeksy w celu wypracowania wyższych

premierii (wtedy będziemy mieli rajd św. Mikołaja), czy raczej będą się starali o obniżenie poziomu startu na przyszły rok (wtedy czeka nas trend boczny).

Jedno wydaje się pewne: nasz rynek ma duże zaległości w stosunku do XETRA DAX, czy S&P 500. Te indeksy od 2009 roku zyskały po około 100 procent, a nasz rynek nieco ponad 20 procent. Dlatego też grudzień powinien być dla GPW „byczym” miesiącem. Zarządzający z pewnością nie są zachwyceni stanem obecnym.

Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

Jak wybrać „najlepszy” fundusz inwestycyjny?

Inwestowanie poprzez fundusze inwestycyjne wydaje się być najlepszym rozwiązaniem dla inwestorów, którzy nie za bardzo znają się na samodzielnym inwestowaniu na giełdzie lub, z racji obowiązków zawodowych, najwyczejniej nie mają na to czasu. **Fundusze inwestycyjne wyręczają inwestora z bieżącego śledzenia rynku czy zmiany alokacji portfela, jednak nie wykonują za klienta wszystkich czynności, a przede wszystkim podstawowej, czyli wyboru konkretnego funduszu z konkretnego towarzystwa funduszy inwestycyjnych.** Pytanie o słuszność wyboru konkretnego funduszu pojawia się też w trakcie trwania inwestycji, gdyż wybrany produkt może nie realizować oczekiwanej stopy zwrotu. Wątpliwości te zapewne nasilą się ze zbliżającym końcem roku, kiedy to czas jest najlepszy na podsumowywanie inwestycji.

Jednym z podstawowych wyborów klienta jest określenie rynku, na którym

(poprzez fundusz) chcemy inwestować. **Już na początku trzeba zatem zdecydować, czy godzimy się na wyższe ryzyko i kupujemy jednostki funduszy akcyjnych, czy premiujemy bezpieczeństwo i kupujemy fundusze obligacyjne lub pieniężne.** Decyzję co do alokacji aktywów możemy zostawić również zarządzającemu funduszem i zainwestować w fundusze aktywnej alokacji - jednak i w tym przypadku inwestor musi sam o tym zdecydować.

Jeśli już zdecydujemy się na wybór odpowiedniej grupy funduszy (np. fundusze akcji) powstaje równie trudne pytanie: który konkretnie fundusz wybrać, gdyż oferta TFI jest naprawdę bogata. Przy wyborze odpowiedniego funduszu inwestorzy najczęściej kierują się stopą zwrotu, jaką fundusz wygenerował w przeszłości, licząc na to, że wyniki historyczne uda się powtórzyć. Takie podejście do sprawy nie jest jednak najszcześniejsze, gdyż pomija mnóstwo ważnych

aspektów, jak choćby ponoszone przez inwestora ryzyko. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej warto więc osiągnięte wyniki skonfrontować z innymi miarami, tak aby stopa zwrotu nie była jedynym czynnikiem odpowiedzialnym za wybór danego produktu. W tym miejscu inwestorzy powinni zapoznać się z podstawowymi wskaźnikami oceny efektywności zarządzania portfelem, których porównywanie jest znacznie lepsze niż zestawianie wyłącznie czystych stóp zwrotu.

Jednym z podstawowych mierników efektywności zarządzania portfelem jest wskaźnik Sharpe'a, stworzony w 1966 r. przez Williama Forsytha Sharpe'a. Oblicza się go dzieląc różnicę między stopą zwrotu funduszu i stopą zwrotu wolną od ryzyka przez odchylenie standardowe stopy zwrotu funduszu.

$$Sharpe = \frac{r_p - r_f}{S_p}$$

gdzie:

r_p - stopa zwrotu z funduszu inwestycyjnego,

r_f - stopa zwrotu z papierów wolnych od ryzyka,

S_p - odchylenie standardowe funduszu.

Biorąc pod uwagę fakt, iż licznik we wzorze określa premię za ryzyko funduszu, po wycieszeniu wskaźnika Sharpe'a otrzymuje się zwrot z premii za ryzyko użyskany na jednostkę całkowitego ryzyka. Wskaźnik Sharpe'a opisuje, jak dobrze osiągnięta stopa zwrotu wynagradza inwestora za podjęte przez niego ryzyko inwestowania w walory ryzykowne. Pewnym problemem dla inwestorów może być określenie stopy wolnej od ryzyka. Często przyjmuje się za nią rentowność obligacji skarbowych, jednak oprocentowanie rocznej lokaty wydają się być całkiem dobrym zamiennikiem.

Podstawowa interpretacja wskaźnika mówi, że lepsze są te inwestycje, dla których wskaźnik Sharpe'a jest wyższy. Porównując fundusze o takich samych stopach zwrotu, to fundusz o wyższym wskaźniku Sharpe'a miałby mniejsze ryzyko. Jeżeli natomiast fundusze miałyby równe ryzyka, to fundusz o większym wskaźniku Sharpe'a miałby wyższą stopę zwrotu. Wynika stąd kryterium inwestycyjne, polegające na maksymalizacji wskaźnika Sharpe'a, w myśl którego inwestorzy powinni wybierać fundusze inwestycyjne o możliwie najwyższym wskaźniku.

Innym równie popularnym miernikiem efektywności jest wskaźnik Treynora, który oblicza premię za ryzyko przypadającą na jednostkę ryzyka systematycznego (niedywersyfikowalnego). Wskaźnik ten wygląda niemal identycznie jak wskaźnik Sharpe'a, jednak w mianowniku zamiast odchylenia standardowego stosuje się wskaźnik beta.

$$Treynor = \frac{r_p - r_f}{\beta_p}$$

Do wyznaczania wartości wskaźnika beta zwykle wybierany jest indeks charakteryzujący rynek jako całość (WIG bądź WIG20), ale można też np. w za-

leżności od akcji danej spółki, stosować inne indeksy, np. indeksy branżowe. W celu określenia, czy fundusz osiągnął lepsze wyniki od portfela rynkowego, należy porównać indeks Treynora obliczony dla badanego funduszu z wartością indeksu dla portfela rynkowego, utożsamianego z indeksem giełdowym.

Jeśli obliczona wartość indeksu jest wyższa od rynku, oznacza to, że fundusz uzyskał wyniki lepsze od rynku przy uwzględnieniu ryzyka. Ujemny wskaźnik oznacza, że dany fundusz osiąga stopę zwrotu niższą od stopy wolnej od ryzyka i nie jest atrakcyjny dla inwestorów, jednak może również świadczyć o dobrych wynikach osiągniętych w trudnych warunkach rynkowych.

W niektórych przypadkach bardzo użyteczny może być wskaźnik tracking error (TE), czyli odchylenie standardowe funduszu, ale liczone względem benchmarku. Miernik ten jest szczególnie przydatny w odniesieniu do funduszy pasywnych, które za swój podstawowy cel przyjmują odwzorowywanie określonego benchmarku. **W takim przypadku, im mniejsza jest wartość wskaźnika, tym wierniejsze jest odzwierciedlenie wyników benchmarku (czyli występuje większa zgodność), a sam fundusz może być traktowany jako mniej ryzykowny.** Warto mieć jednak na uwadze, że wysoki TE nie zawsze jest czymś niepożądanym. Może wystąpić bowiem sytuacja, gdy rynek znajdzie się w trendzie spadkowym, a zarządzający danym funduszem celowo nie będzie podążał za benchmarkiem, co zaowocuje lepszymi od benchmarku wynikami (w takim przypadku wskaźnik tracking error będzie wysoki).

Tracking error wykorzystuje się również w konstrukcji innego wskaźnika efektywności zarządzania portfelem, a mianowicie wskaźnika Information Ratio (IR). Jest to kolejne rozwinięcie wskaźnika Sharpe'a, polegające na zastąpieniu stopy wolnej od ryzyka benchmarkiem, a odchylenia standardowego - wskaźnikiem tracking error.

$$IR_p = \frac{r_p - r_b}{TE_p}$$

gdzie:

IR_p - wskaźnik Information Ratio funduszu,

r_b - stopa zwrotu benchmarku,

TE_p - tzw. Tracking Error funduszu względem benchmarku.

Taka modyfikacja pozwala odpowiedzieć na pytanie, czy podjęte przez zarządzającego odstępstwo od wzorca odniesienia zrekompensowane jest wyższą stopą zwrotu. Im bowiem wartość IR jest wyższa, tym lepiej.

Mierników, z których skorzystać może dziś inwestor jest naprawdę sporo i nie warto ograniczać się do analizowania samej stopy zwrotu, gdyż spora część informacji zostanie w takim podejściu pominięta. W dzisiejszych czasach, kiedy dostęp do danych, a nawet obliczonych wskaźników jest banalnie prosty, przygotowanie najróżniejszych zestawień nie powinno stanowić najmniejszego problemu. Aby przekonać się o tym, jakie różnice mogą zachodzić w rankingach „najlepszych” funduszy, warto prześledzić bardzo proste zestawienie zawarte w Tabeli nr 1.

Tabela nr 1

MIEJSCE	NAZWA	6M [%]
1	Skarbiec FIO Subfundusz Akcji Skarbiec Akcja	17,41
2	Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Akcji - Aktywna Selekcja	16,81
3	ING Parasol FIO subfundusz Akcji	15,91
4	Noble Funds FIO Subfundusz Noble Fund Akcji	14,28
5	Millennium FIO Subfundusz Akcji	14,16

Źródło: Opracowanie własne na podst. www.analizy.pl (stan na 31 października 2012 r.).

Tabela nr 2

MIEJSCE	PIERWOTNE MIEJSCE	NAZWA	6M [%]	Wskaźnik Sharpe'a
1	12	Quercus Parasolowy SFIO - Subfundusz Quercus Agresywny	8,63	0,15
2	2	Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Akcji - Aktywna Selekcja	16,81	0,11
3	4	Noble Funds FIO Subfundusz Noble Fund Akcji	14,28	0,08
4	1	Skarbiec FIO Subfundusz Akcji Skarbiec Akcja	17,41	0,02
5	5	Millennium FIO Subfundusz Akcji	14,16	-0,01

Źródło: Opracowanie własne na podst. www.analazy.pl (stan na 31 października 2012 r.).

Tabela nr 3

MIEJSCE	PIERWOTNE MIEJSCE	NAZWA	6M [%]	Information Ratio
1	4	Noble Funds FIO Subfundusz Noble Fund Akcji	14,28	2,1
2	12	Quercus Parasolowy SFIO - Subfundusz Quercus Agresywny	8,63	1,89
3	2	Pioneer FIO Subfundusz Pioneer Akcji - Aktywna Selekcja	16,81	1,13
4	1	Skarbiec FIO Subfundusz Akcji Skarbiec Akcja	17,41	0,98
5	5	Millennium FIO Subfundusz Akcji	14,16	0,91

Źródło: Opracowanie własne na podst. www.analazy.pl (stan na 31 października 2012 r.).

Przykład uwzględnia najbardziej popularną grupę funduszy, czyli uniwersalne fundusze polskie akcji (oznaczone przez Analizy Online kodem AKP_UN). Najlepsza piątka funduszy pod względem zrealizowanej 6-miesięcznej stopy zwrotu kształtuje się tak, jak przedstawiono w Tabeli nr 1.

Jeśli jednak posortować fundusze względem np. wskaźnika Sharpe'a lub wskaźnika Information Ratio, można zauważyć, jak wiele informacji zostało pominiętych w pierwotnym zestawieniu (Tabela nr 2, Tabela nr 3).

Podsumowując, wybór odpowiedniego dla nas funduszu inwestycyjnego nie jest rzeczą prostą, jednak warto poświęcić czas, aby przed dokonaniem

decyzji zdobyć pełną świadomość nie tylko o realizowanych w przeszłości wynikach, ale też o towarzyszącym im ryzyku. Może się bowiem okazać, że wytypowany przez nas fundusz uzyskiwał rewelacyjne wyniki tylko dlatego, że inwestował na rosnącym rynku, a już samemu zarządzającemu nie udawało się pobić rynkowego indeksu. Może się również zdarzyć, że rewelacyjne wyniki funduszu w badanym przez nas okresie wynikały w dużej mierze z branego na siebie ryzyka, które w czystej stopie zwrotu nie jest w żaden sposób uwzględniane. Należy jednak pamiętać, że wykorzystanie nawet kilku wskaźników oceny efektywności zarządzania portfelem nie jest podejściem kompleksowym. Może się bowiem zda-

żyć, że w danym funduszu zmienił się zarządzający, a wraz z nim podejście inwestycyjne i proces decyzyjny (w takim przypadku branie do analizy danych historycznych nie jest rozwiązaniem najlepszym). Niemniej jednak warto przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej wykorzystać dostępne, proste narzędzia, które na pewno pomogą ograniczyć niepewność i zwiększyć dopasowanie wybranego funduszu do naszych oczekiwań.

Paweł Mielcarek
Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Niniejsze opracowanie nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j.: Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 z późn. zm., dalej jako „Ustawa”), ani nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, ani nie stanowi analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w rozumieniu art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy.

Wskazane w treści opracowania części zostały przygotowane przez osoby nie będące pracownikami Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o. (dalej jako „Spółka”), za które Spółka nie ponosi odpowiedzialności. Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie w zakresie przygotowanym przez Spółkę zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani Spółka nie gwarantują jednak ich poprawności, kompletności i dokładności. Opracowanie ma charakter ogólny i nie może stanowić wyłącznej podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej przez jego odbiorcę. Autor ani Spółka nie ponoszą odpowiedzialności za następstwa decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach, w tym informacja o instrumentach finansowych oraz o ryzykach związanych z inwestowaniem w te instrumenty finansowe, udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usług przez Spółkę. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części jest zabronione.